

学校编码: 10384
学号: 32120101150595

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国利率市场化改革对资本结构调整速度的影响

The Role of Interest Rate Liberalization Reform on Capital
Structure Adjustment Speed

姚晨东

指导教师姓名: 吴世农 教授
专 业 名 称: 财 务 学
论文提交日期: 2013 年 4 月
论文答辩时间: 2013 年 6 月
学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____
评 阅 人: _____

2013 年 6 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

由于经济发展与转型过程中，通货膨胀会导致利率管制之下出现负利率。为了均衡发展金融业和创造更好的为实体经济服务的融资渠道和环境，大多数国家在此时选择了逐步放开利率至随市场自由浮动决定的利率市场化政策。而中国的利率市场化改革，在走过了将近十六年的历程后，已逐渐放开利率浮动的上下限，只剩下最终完全放开利率随市场自由浮动决定的最后一步。

利率市场化改革改变的是资金价格的决定机制和经济资源配置的效率，对于企业的融资的选择，特别是对于公司资本结构的调整方式和调整速度，有着很深远的影响。而资本结构的动态权衡理论认为，公司在调整自身资本结构的过程中，由于存在调整成本和调整时机，不能够直接地调整自身的资本结构至最优的资本结构水平，而会通过权衡各方面成本和利益后，将持续多年以每年一定的速度向最优资本结构调整。

本文研究了中国的利率市场化改革对于公司资本结构调整速度的影响关系。通过构造和选取了反映中国利率市场化改革效果的三个层次变量，即基准利率调整层次、利率的市场化运行层次以及金融业经营特征层次等，使用变动速度的资本结构部分调整模型和 2000 年至 2011 年中国沪深交易所 626 家上市公司的非平衡面板数据，来检验中国利率市场化改革的三个层次不同的效果对于公司资本结构调整速度的影响。

本文共分为五章：第一章阐述研究背景、研究问题与意义、论文章节内容和结构安排；第二章梳理了利率市场化的有关理论、经典资本结构理论、资本结构调整速度的实证研究以及利率市场化与企业融资相关实证研究等四部分研究的文献；第三章进行假设分析和研究设计；第四章使用 Tobit 和 OLS 估计的方法进行公司最优资本结构的估计、利率市场化对资本结构调整速度的影响估计以及不同负债水平之下利率市场化对资本结构调整速度的影响估计的分组检验。第五章提出了研究结论和政策建议，指出了本文的不足和未来的研究方向。

本文的研究结论表明，中国利率市场化改革对于资本结构调整速度有着不同形式的显著影响，具体为：利率市场化改革的深化阶段，基准利率调整对公

司资本结构调整的显著影响变得不显著；利率市场化波动程度剧烈时，公司长期负债率的调整速度减缓；利率市场化改革的深化阶段，信贷市场化程度与公司的资本结构调整速度基本呈现显著负相关的关系。另外，本文还进行了不同负债水平分组的检验，发现利率市场化波动程度剧烈时，负债不足和过度负债公司的长期负债率的调整速度减缓，但过度负债公司调整速度的减缓幅度大于负债不足公司。

关键词：利率市场化；资本结构；调整速度

Abstract

During the process of economic development and transition, the real interest rate will be negative which is due to the limitation of interest rate on the circumstance of high inflation. In order to develop the financial industry and real entities, lots of country chose to take the interest rates liberalization into effect. The reform of interest rate in China has been accomplished except the freely floating of the interest rate.

Through the liberalization of interest rate, the price of capital and the efficiency of the economic resources allocation will be changed, which have great influences on the choices of raising funds, especially have great influences on the form and speed of capital structure adjustment. The opinion of dynamic trade-off theory in capital structure research says that the company will adjust the capital structure to the optimal level by several years because of the adjustment costs and opportunities.

This paper investigates the role of China's interest rate liberalization reform on the speed of capital structure adjustment. Through the dimension of interest rate control, the dimension of interest rate freely floating and the dimension of financial services, we use the revised partial adjustment model and the unbalanced panel data of 626 listed companies in 2000 to 2011 of China stock market, to investigates the role of the three dimensions of China's interest rate liberalization reform on the speed of capital structure adjustment.

This paper is divided into five chapters. The first chapter includes the background of study, meanings and details of study and the arrangement of paper's structure and details. The second chapter illustrates the theory of interest rate liberalization, traditional capital structure theory, empirical research in speed of capital structure adjustment and the research of the role of interest rate liberalization on corporate raising funds. The third chapter illustrates empirical hypotheses and research design. The fourth chapter includes the empirical research of the role of the three dimensions of China's interest rate liberalization reform on the speed of capital

structure adjustment. The fifth chapter summarizes the conclusions and suggestions and points out the shortage of this paper's research and the direction of future research.

This paper proved the hypotheses that China's interest rate liberalization reform has effects on the speed of capital structure adjustment. After the partial reform of interest rate liberalization, compare to the period of the limitation of interest rate floating, the negative effect on the speed of capital structure adjustment caused by interest adjustment directions has been resolved. The more fluctuate of the interest rate floating, the lower speed of long term debt ratio adjustment. The more decentralized of the loan allocation, the lower speed of capital structure adjustment. By the way, this paper also concludes that fluctuation of the interest rate floating has a negative effect on the speed of long-term debt ratio in the sample of the company under the optimal leverage level.

Keywords: Interest rate liberalization; Capital structure; Speed of capital structure adjustment

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
一、利率市场化问题及其动因	1
二、中国利率市场化的实践	2
第二节 研究问题与研究意义	3
一、研究问题	3
二、研究意义	3
第三节 本文的篇章结构	4
第四节 可能存在的创新	4
第二章 文献综述	6
第一节 利率市场化实践的理论依据	6
一、利率的形成及传导机制理论	6
二、金融发展和金融管制理论	8
第二节 资本结构理论的研究与发展	9
一、静态资本结构的理论研究	9
二、动态权衡理论	10
第三节 资本结构调整速度的实证研究	11
一、公司特征的实证研究	11
二、制度背景与宏观因素的实证研究	13
三、国内学者动态资本结构调整的实证研究	14
第四节 利率市场化和企业融资的相关研究	15
第三章 研究假设与研究设计	17
第一节 理论分析与研究假设	17
一、最优资本结构的影响因素	17
二、资本结构动态调整的理论模型	18
三、利率市场化对资本结构调整速度的影响	19
四、利率市场化与不同负债水平	21
第二节 数据与样本选择	22
第三节 变量设置与模型构建	23
一、变量设置	23
二、模型构建	26
第四节 研究假设检验步骤	29
第四章 实证分析	31

第一节 最优资本结构估计	31
一、变量描述性统计.....	31
二、实证结果与分析.....	32
第二节 基准利率调整变量对资本结构调整速度的影响.....	34
一、变量描述性统计.....	34
二、实证结果与分析.....	35
第三节 利率的市场化运行对资本结构调整速度的影响.....	39
一、变量描述性统计.....	39
二、实证结果与分析.....	39
第四节 金融业经营特征变量对资本结构调整速度的影响.....	44
一、变量描述性统计.....	44
二、实证结果与分析.....	44
第五节 不同负债水平的检验	48
一、变量描述性统计.....	48
二、实证结果与分析.....	49
第六节 稳健性检验	53
第五章 研究结论与展望	58
第一节 研究结论与政策建议	58
一、研究结论	58
二、政策建议	59
第二节 不足和未来展望	60
参考文献	61
致谢.....	65

Table of Contents

Chapter 1: Introduction.....	1
Section 1: Background.....	1
1.1 Interest Rate Liberalization and Incentives	1
1.2 The Practice of Interest Rate Liberalization in China	2
Section 2: Object and Significance	3
2.1 Object of Research	3
2.2 Significance of Research	3
Section 3: Framework and Contents.....	4
Section 4: Innovation	4
Chapter 2: Literature.....	6
Section 1: Theory of Interest Rate Liberalization	6
1.1 Theory of Interest Rate Formation and Transmission	6
1.2 Theory of Development Finance and Deregulation	8
Section 2: Development of Capital Structure Theory	9
2.1 Theory of Static Capital Structure.....	9
2.2 Dynamic Trade-off Theory.....	10
Section 3: Research on Capital Structure Adjustment Speed	11
3.1 Role of Company's Characteristics	11
3.2 Role of Institution and Macroeconomic Environment	13
3.3 Empirical Research in China	14
Section 4: Empirical of Interest Rate Liberalization.....	15
Chapter 3: Research Hypotheses and Design.....	17
Section 1: Theoretical Analysis and Hypotheses	17
1.1 Factors on Optimal Capital Structure	17
1.2 Theoretical Model of Dynamic Capital Structure Adjustment	18
1.3 Role of Interest Rate Liberalization	19
1.4 Interest Rate Liberalization and Different Leverage	21
Section 2: Data Description.....	22
Section 3: Variables and Models.....	23
3.1 Variables Setting.....	23
3.2 Model Construction	26
Section 4: Research Steps.....	29
Chapter 4 Empirical Analysis.....	31

Section 1: Estimate of Optimal Capital Stucture	31
1.1 Variables Description	31
1.2 Empirical Results and Analysis.....	32
Section 2: Role of Interest Control	34
2.1 Variables Description	34
2.2 Empirical Results and Analysis.....	35
Section 3: Role of Fluctuation of Interest Rate Liberalization	39
3.1 Variables Description	39
3.2 Empirical Results and Analysis.....	39
Section 4: Role of Financial Service	42
4.1 Variables Description	44
4.2 Empirical Results and Analysis.....	44
Section 5: Test of Different Leverage Groups	48
5.1 Variables Description	48
5.2 Empirical Results and Analysis.....	49
Chapter 5 Conclusions and Prospect	58
Section 1: Conclusions and Suggestions	58
1.1 Conclusions	58
1.2 Suggestions.....	59
Section 2: Shortages and Prospect	60
References	61
Acknowledgement	65

第一章 绪论

第一节 研究背景

一、利率市场化问题及其动因

利率市场化的问题缘起于利率管制下的经济发展受限和资源配置不当。在 20 世纪 30 年代的那场以美国为代表的发达国家的经济危机中，出现了工业企业大量倒闭、社会失业率高企和通货紧缩等等经济发展停滞不前的现象。为了限制金融业的过度竞争，促进社会资源的合理配置和提高资源的配置效率，以刺激经济尽快复苏，各国政府都采取了利率管制的政策，并且将利率维持在一个相对比较低的利率水平。而第二次世界大战之后，各国经济也都处于百废待兴和秩序重整的状态，通过政府管制的低利率政策，有侧重导向地支持和发展某些对于国民经济至关重要的产业，确实促进了各国经济的经济迅速恢复。不可否认，利率管制政策在这两次世界性的经济复苏中，作为政府干预经济发展的主要手段之一，在促进企业低成本地融通资金和强化经济发展的目标性上的确功不可没。

但是，对于通货紧缩奏效的管制低利率政策，在面对与经济发展停滞同时出现的通货膨胀时，利率管制对于金融业及实体经济的影响效果就显得适得其反。20 世纪 60 至 70 年代，伴随着布雷顿森林体系的崩溃带来的世界货币汇率不稳定波动以及两次石油危机带来的全球性的快速通货膨胀，利率管制下的名义利率无法抵补通货膨胀的影响，导致实际利率为负，金融机构的存款总量快速下降，社会资金转向直接融资工具市场，导致股票市场等的过度繁荣和投资泡沫。长期的负利率，金融脱媒的现象日益严重，各种融资渠道发展不平衡，大量的资金流动往往由投机地游走，不利于企业融资，导致投资不足，经济发展十分缓慢甚至停滞，并且由于利率管制导致部分资金融通市场的过热，引起新一轮的通货膨胀。由此，鉴于通货膨胀之下利率管制导致的金融业发展的不平衡和结构扭曲、企业融资受到障碍以至于实体经济发展趋于停滞，各国将原有的利率管制政策放松，逐步放开存贷款利率的上下限，直至利率完全不受限

制地随市场和经济发展自由地浮动，实现利率的市场化。

如果说通货膨胀导致的利率管制下的负利率是利率市场化的直接原因的话，那么，全球经济一体化和资金的跨国流动则加速了各国利率市场化的进程。由于资金的自由流动，利率管制的融资渠道和市场会被绕开，使得资金过度集中于过热的金融市场上，使得通货膨胀与利率管制下金融业发展不均衡和金融脱媒的现象更严重，真正投入实体经济发展的资金更少；与此同时，全球经济一体化导致利率管制国家的企业和产业面对其他国家的竞争力下降，企业的发展将陷入困境。

二、中国利率市场化的实践

从 1978 年开始，中国进行市场化改革三十多年以来，经济实现高速的增长，并逐渐转变发展的模式，实现产业的一次次调整和升级。在经济快速平稳发展的同时，中国的金融业也随着市场化进程而不断地变革，企业和个人的投融资方式和结构也发生了很大的改变，人民币的汇率决定机制改革也在逐步积极地探索推进。作为市场化改革中重要的一部分，利率市场化改革也是势在必行的，这将对市场资源的配置方式和配置效率产生很深远的影响。

中国在坚持以市场经济的体制发展的伊始，就在酝酿即将到来的利率市场化改革。但真正迈出实质性一步的利率市场化改革始于 1996 年。1996 年 6 月，银行间同业拆借利率正式放开；1999 年 10 月，国债采用市场招标的形式发行；2004 年 10 月，人民币贷款利率完全放开上限，放开下限至基准利率的 0.9 倍，标志利率市场化改革进入了新的阶段；2005 年-2008 年，陆续放开贴现利率和个人住房贷款利率；2012 年 6 月，贷款利率下限放开至基准利率的 0.8 倍，存款利率上限放开至基准利率的 1.1 倍。至此，中国的利率市场化改革已剩下最后也是最关键的一步，即全面放开由市场决定金融机构的存贷款利率。

回归中国的利率市场化进程，一直坚持平稳过渡、逐步放开的长期性改革方式，以使对银行业的冲击尽量减小。与此同时，不断完善健全现有的制度，加强对于银行业竞争行为及风险的监管，力争为经济发展和企业提供良好的融资环境和融资市场秩序。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库